



# Los Activos Intangibles en la Investigación Contable orientada al Mercado de Capitales: Revisión de la literatura empírica sobre su relevancia para la valoración de las Empresas

*Intangible Assets in Capital Market-oriented Accounting Research: A Review of the Empirical Literature on their Relevance for the Valuation of Companies*

**CECILIA FICCO**

*Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Río Cuarto e  
Instituto de Ciencias Sociales de la Universidad Nacional de Villa María (Argentina)  
ceciliaficco@yahoo.com.ar*

**ELIANA WERBIN**

*Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba (Argentina)  
emwerbin@yahoo.com.ar*

## RESUMEN

*La investigación en torno a relevancia de los activos intangibles para la valoración de las empresas a nivel de los mercados de capitales viene desarrollándose con un sostenido interés, el cual encuentra su plena justificación en el marco del modelo contable actual, donde aún persisten las controversias con relación al tratamiento contable de estos activos. En este marco, la presente investigación tiene como propósito revisar la literatura empírica que se ha ocupado de examinar su relevancia valorativa, a fin de presentar el estado actual de la investigación en esta temática. Desde el punto de vista metodológico, se ha realizado una investigación descriptiva y de tipo documental, concretada a través de la revisión y análisis de la literatura más significativa producida en las últimas tres décadas en distintos entornos contables. La revisión realizada refleja evidencias sólidas en torno a la existencia de una asociación significativa y positiva entre la cifra global correspondiente a los activos intangibles y el valor de mercado de las acciones, como así también entre dicho valor y la partida referida a los activos intangibles identificables.*



*Sin embargo, la evidencia no es del todo concluyente en lo que respecta a la relevancia valorativa de la llave de negocio.*

Palabras clave: Activos intangibles, Relevancia valorativa, Mercados de capitales.

Código JEL: M41, E22, G32.

#### **ABSTRACT**

*The research stream on the relevance of intangible assets for the valuation of companies at the level of capital markets has been developing with a sustained interest, which finds its full justification in the current accounting model, where controversies on the accounting treatment of these assets still persist. In this context, the present research aims to review the empirical literature that has examined the value relevance of intangible assets, in order to present the current state of research in this area. From the methodological point of view, a descriptive and documentary investigation has been carried out, concretized through the review and analysis of the most significant literature produced in the last three decades and in different accounting environments. The review reflects strong evidence regarding the existence of a significant and positive association between the global figure corresponding to intangible assets and the market value of companies shares, as well as between that value and the item referred to identifiable intangible assets. However, the evidence is not entirely conclusive regarding the value relevance of goodwill. It is also noted that most of the studies have been carried out on capital markets with an important degree of development.*

Keywords: Intangible assets, Value relevance, Capital markets.

JEL Code: M41, E22, G32.

## **I. INTRODUCCIÓN**

Hacia finales de la década de los 20, y como consecuencia de la Gran Depresión, se produjeron cambios en el entorno en el que operaban los usuarios de la contabilidad, principalmente en Estado Unidos, los cuales generaron nuevas necesidades de información contable (Hendriksen, 1974; Tua, 1995), dando paso al surgimiento de un nuevo enfoque: el de la utilidad de la información para la toma de decisiones (*decisión usefulness approach*).

Este cambio fue tan radical que algunos autores, como Beaver (1981), se refieren al mismo como una “revolución contable” (p.2) que implicó un verdadero cambio de paradigma en la disciplina. Si bien este cambio comenzó a gestarse unas tres décadas antes de los sesenta, fue 1966, el año de emisión del documento titulado *A Statement of Basic Accounting Theory*, conocido como ASOBAT (*American Accounting Association*, 1966) la fecha clave que se asocia al surgimiento del nuevo enfoque.

El surgimiento del paradigma utilitarista tuvo importantes consecuencias para la teoría de la contabilidad financiera; pero también tuvo un fuerte impacto en la investigación contable (Beaver, 1981). Tal como señala Tua (1995), el cambio de paradigma puede identificarse como “la causa fundamental del despertar de la investigación empírica”, ya que, al ser la utilidad un “concepto eminentemente pragmático (...), la única validación posible [de la utilidad de la información financiera] es la contrastación positiva por referencia a la realidad circundante” (p. 275). Específicamente, bajo el paradigma de utilidad surge la necesidad de conocer diversas características del entorno en el que operan los sistemas contables y los efectos que la información financiera produce en el mismo y, en este marco, la investigación empírica resulta un instrumento eficaz para lograr ese conocimiento.

De las diversas corrientes de investigación enmarcadas en el paradigma utilitarista, la que más desarrollo ha tenido ha sido la investigación contable orientada hacia el mercado de capitales, cuyos pioneros son Ball y Brown (1968) y Beaver (1968). Esta corriente se ha ocupado de investigar el papel de la información contable para los inversores. Específicamente, ha tenido un rol clave en cuanto a analizar en qué medida la información contable es útil para dichos usuarios, teniendo en cuenta que los inversores han sido considerados dentro de los principales destinatarios de los informes financieros.

A partir de estos estudios pioneros, encuadrados en una perspectiva informativa, de acuerdo a la cual se considera que si la información es útil producirá una reacción del mercado al ser publicada, la investigación contable orientada al mercado ha evolucionado hacia una perspectiva de medición. Bajo esta perspectiva, el foco de atención deja de estar puesto en el precio de los títulos, para pasar a centrarse en la medición de su valor. Y esto se vincula con la suposición de que existe cierta ineficiencia en el mercado, que implica considerar que los precios no reflejan dicho valor.

En la determinación del valor de los títulos la información contable ocupa un lugar central, ya que tanto el resultado contable como otras variables contenidas en los estados financieros dejan de ser tomadas solamente como señales de futuros dividendos que puede alterar las expectativas del inversor, como en la perspectiva informativa, sino que en la perspectiva de medición la información contable constituye un atributo relevante de valor de los títulos. La atención se centra ahora en la información que ofrecen los estados financieros y en su capacidad para determinar el valor real o intrínseco de una empresa.

Este cambio sustancial en la consideración de la información contable fue planteado en los trabajos pioneros de Ou y Penman (1989a y b), que son los primeros en pasar de una perspectiva informativa a una perspectiva de medición y quienes, junto con Lev y Thiagarajan (1993), han aportado los trabajos seminales de esta corriente investigativa.

Una de las principales orientaciones que han seguido las investigaciones realizadas bajo la perspectiva de la medición ha sido la referida a los estudios sobre la relevancia valorativa de las magnitudes contables, en los cuales se busca explicar los precios de mercado a través de diversos datos contables. En las palabras de Barth, Beaver y Landsman (2000), los estudios de relevancia valorativa apuntan a “evaluar la capacidad de determinadas magnitudes contables para reflejar la información usada por los inversores” (p. 8) para la valoración de la empresa en el mercado, usando generalmente los precios de las acciones como referencia del valor de la firma. En este sentido, la relevancia valorativa puede definirse como “la asociación entre las cifras contables y los precios en el mercado de valores” (Barth et al., 2000, p. 2), pudiéndose afirmar que una cifra contable tiene relevancia valorativa si posee una asociación significativa con el valor de mercado del título.

Siguiendo a Beisland (2009), es posible considerar que la investigación en relevancia valorativa analiza empíricamente si se cumple uno de los principales objetivos de los estados financieros: el de proveer a los inversores información relevante para estimar el valor de la firma, siendo este análisis muy significativo en el ámbito de la regulación contable, en la medida que la relevancia es una de las características cualitativas fundamentales de la información financiera útil.

En las últimas tres décadas, la investigación en relevancia valorativa ha jugado un importante rol en la explicación de los precios en el mercado y, específicamente, en la comprensión del impacto de distintos tipos de información financiera en dichos precios.

Dentro de ella, el estudio de la relevancia valorativa de los activos intangibles ha resultado de gran importancia, debido a las controversias que aún persisten en torno a su tratamiento contable. En efecto, la contabilización de activos intangibles es un tema que viene siendo discutido por la literatura contable desde hace más de un siglo. Sin embargo, todavía no se ha llegado a un acuerdo que haya permitido desarrollar una base teórica para el establecimiento de criterios de reconocimiento y medición de los mismos, siendo especialmente complejas las cuestiones atinentes a su reconocimiento.

El problema fundamental asociado al reconocimiento de los intangibles tiene que ver con dilucidar si debieran ser capitalizados basándose en la idea de que representan una inversión que probablemente generará beneficios futuros, o bien, si debieran ser considerados como gastos del ejercicio en que se incurren si no los generan (Stickney y Weil, 1994). Y, en este sentido, la principal dificultad que se presenta, como bien indica Hendriksen (1982), se vincula al alto grado de incertidumbre asociado a los beneficios futuros esperados de ciertos intangibles, ya que el control sobre los activos es la condición esencial para el reconocimiento de los mismos.

Desde el punto de vista práctico, el reconocimiento y la medición de los activos intangibles se rige por las normas contables, y las dificultades antes referidas han dado lugar a la adopción de una perspectiva predominantemente conservadora por parte de los organismos emisores de estas normas. Esto ha implicado, en general, una postura restrictiva en lo que respecta a la inclusión de los intangibles en los estados financieros.

La situación antes descrita ha motivado la preocupación de los investigadores por estudiar si la información referida a los activos intangibles, disponible en los estados financieros de las empresas, refleja el valor de su beneficio económico futuro y, por tanto, si son percibidos por los inversores como activos legítimos, capaces de proporcionar información relevante para la estimación del valor de la empresa en el mercado.

En este marco, la presente investigación tiene como propósito revisar la literatura empírica que ha abordado la relevancia valorativa de los activos intangibles, resaltando las características más importantes de los trabajos y sus principales aportes, a fin de presentar el estado actual de la investigación en esta temática, los avances logrados y las cuestiones que dejan abiertas posibilidades de investigación a futuro.

Desde el punto de vista metodológico, se ha realizado una investigación descriptiva y de tipo documental, concretada a través de la revisión y análisis de la literatura más relevante producida en las últimas tres décadas.

En lo que respecta a la estructura del trabajo, tras esta introducción, su desarrollo se presenta dividido en dos grandes partes. En la primera, se presentan los trabajos que han estudiado la relevancia valorativa de los activos intangibles considerados globalmente. En la segunda, se expone la revisión de los estudios que han examinado de relevancia de los distintos tipos de activos intangibles, distinguiendo los que se han concentrado solo en alguna categoría en particular, de aquellos que han trabajado sobre la totalidad de intangibles reconocidos por las empresas, pero desglosados en sus dos categorías fundamentales: la llave de negocio<sup>1</sup> y los otros activos intangibles identificables. Finalmente, se señalan las principales conclusiones y se dejan plasmadas algunas ideas para futuras investigaciones.

## II. RELEVANCIA VALORATIVA DE ACTIVOS INTANGIBLES A NIVEL GLOBAL

Uno de los trabajos pioneros en esta línea es el de Ely y Waymire (1999) quienes investigaron la relación entre activos intangibles y precio de las acciones en Estados Unidos en un contexto previo a la creación de la *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC)<sup>2</sup>, en el cual la normativa contable otorgaba a los directivos de las empresas cierta discrecionalidad para el reconocimiento de los intangibles como activos, así como para de-

---

1. La expresión “llave de negocio” es la de uso común en Argentina, tanto en la literatura como en las normas contables. En España se utiliza el término “fondo de comercio”, mientras que en otros países de Latinoamérica se lo refiere como “crédito mercantil”. En el idioma inglés, se emplea la expresión *goodwill*, la que, en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), ha sido traducida al español como “plusvalía”.

2. La SEC es una agencia del gobierno de Estados Unidos fundada en 1934. Tiene como principal función proteger a los inversionistas y mantener la integridad de los mercados de valores.

cidir su política de amortización y de divulgación de información, por lo que existían muchas empresas que mostraban una cantidad importante de activos intangibles en sus balances. Específicamente, realizan su estudio sobre una muestra de 146 empresas del sector industrial cotizantes en la Bolsa de Nueva York que reportaron sus activos intangibles, de manera detallada y separada de otros activos, en sus estados financieros correspondientes a 1927.

El estudio se basa en la versión modificada del modelo de Ohlson (1995) -ampliamente aplicada en las investigaciones empíricas-, en la que se sustituye al resultado anormal por el resultado neto del período, pero sin considerar a la variable “otra información”. Es decir, los autores parten de un modelo que plantea que el precio de las acciones depende de las ganancias de la empresa y del valor contable de su patrimonio neto. Y, a partir de él, examinan dos tipos de relaciones posibles entre los intangibles y los precios de las acciones.

Por un lado, descomponen el valor contable del patrimonio neto en dos componentes: el valor contable de los elementos tangibles (esto es, activos tangibles menos todos los pasivos, reservas y acciones preferentes) y el valor contabilizado de los activos intangibles. Dicha descomposición se efectúa para poder evaluar, específicamente, la relevancia valorativa de los intangibles reconocidos y, de este modo, si los inversores perciben esos intangibles como activos legítimos de la empresa y no como activos inexistentes o provenientes de la manipulación de partidas contables, es decir, de la manipulación de la cuenta de resultados al capitalizar gastos.

Por otro lado, evalúan la interacción entre las ganancias reportadas a través de los estados financieros y los intangibles capitalizados, por lo que incorporan al modelo una variable adicional, definida como el producto entre ganancias e intangibles capitalizados. El objetivo de este análisis es detectar si los inversores perciben a los activos intangibles como un mero indicador de gastos diferidos que deberían haber sido directamente cargados a resultados, pero que no se imputaron de ese modo para mostrar ganancias actuales más elevadas.

De esta manera, Ely y Waymire (1999) utilizan tres modelos en los cuales la variable dependiente es el precio de mercado de las acciones,

tomando el correspondiente al final del tercer mes siguiente al cierre del ejercicio económico de las empresas. Para el primer modelo, las variables explicativas son las ganancias de la empresa y el valor contable del patrimonio neto, para las cuales se toman valores “por acción”. El segundo modelo presenta la descomposición del valor contable del patrimonio neto y, en el tercero, se agrega la variable que permite evaluar la interacción entre ganancias e intangibles capitalizados.

Entre los resultados más relevantes se destaca que no encuentran evidencia de la existencia de una relación positiva significativa entre intangibles capitalizados y precio de las acciones. Por el contrario, sí encuentran evidencia de que la relevancia de los resultados contables es una función decreciente del nivel de intangibles capitalizados. Este resultado estaría señalando la percepción por parte de los inversores de que las empresas obtienen mayores resultados a través de la capitalización de intangibles que deberían haber sido contabilizados como gastos del ejercicio. Además, detectan que la presentación de información, en forma detallada y separada, para distintos tipos de intangibles ayuda a preservar la relación entre precios y las medidas contables básicas. Así, mientras que el valor contable del patrimonio neto no presenta una relación significativa con el precio de las acciones, al desagregar los activos intangibles, se obtiene una relación significativa entre el valor contable de los elementos tangibles y el precio. Detectan, también, que los inversores valoran a las empresas estudiadas en función de las ganancias, lo cual es atribuido al hecho de que los mismos asignan valor económico a los intangibles cuando se reflejan en ganancias más altas y no cuando se realizan inversiones.

Estos resultados les permiten arribar a la conclusión de que los inversores tenían, en el contexto estudiado, una visión escéptica respecto de los activos intangibles, por lo que “proporcionar a los directivos mayor libertad para capitalizar intangibles puede que no incremente de forma clara la cantidad de información confiable disponible para los inversores” (Ely y Waymire, 1999, p. 42).

Este estudio fue replicado por Iñiguez y López (2005) y por Priotto, Quadro, Vetteri y Werbin (2011) para estudiar la relevancia valorativa de los activos intangibles reconocidos por las empresas cotizantes en el mercado de capitales español y en el mercado de capitales argentino, respectivamente.



Concretamente, Iñiguez y López (2005) aplican los tres modelos usados por Ely y Waymire (1999) para investigar la relación existente entre los intangibles reconocidos contablemente y el comportamiento de las acciones en el mercado bursátil español, en el período 1991-1999.

En lo que respecta a las variables contables utilizadas, cabe destacar que como valor contable del patrimonio neto toman, para cada cierre de ejercicio del período 1991-1999, el epígrafe “Fondos propios” y, en cuanto al resultado del ejercicio, consideran el resultado neto después de impuestos. Para obtener los activos intangibles netos reconocidos suman las partidas “Gastos de establecimiento”, “Inmovilizado inmaterial” y “Fondo de comercio consolidado”, y el valor contable de los elementos tangibles se calcula como la diferencia entre los fondos propios y los activos intangibles netos reconocidos. Además, para atenuar el efecto escala que se produce por la diferencia de tamaño entre las empresas, utilizan el precio de mercado al inicio del período como deflactor.

La evidencia obtenida indica la existencia de una relación significativa y positiva entre el precio de mercado y las dos variables contables fundamentales: valor contable del patrimonio neto y resultado del período. A su vez, la descomposición de dicho valor contable en los intangibles reconocidos y el resto de los activos tangibles confirma la relevancia de los activos intangibles, ya que su relación con el valor de mercado resulta significativa y positiva. Este resultado muestra que los inversores tienen en cuenta a los intangibles reconocidos a la hora de fijar el precio de las acciones.

En lo que respecta al tercer modelo utilizado, la presencia de un término de interacción no aporta evidencia de la posibilidad de que el coeficiente de respuesta del resultado contable sea una función decreciente del nivel de intangibles reconocidos, ya que, aunque el coeficiente asociado a esta interacción es negativo, el mismo no es significativo. De esta forma, y dada las restricciones al reconocimiento de intangibles en los estados financieros de las empresas españolas, los autores concluyen que los inversores no parecen considerar que un nivel alto de beneficios se deba a una capitalización en exceso de activos intangibles.

Otro resultado a destacar es que el coeficiente asociado a los activos intangibles es superior al coeficiente sobre el valor contable del resto de ac-

tivos de la empresa, lo que, de acuerdo a los autores, supone que el mercado no considera que los futuros beneficios asociados a los intangibles contabilizados sean más inciertos que los futuros beneficios del resto de los activos.

Priotto et al. (2011) aplican dos de los modelos propuestos por Ely y Waymire (1999) para evaluar la relevancia valorativa de las variables contables fundamentales y de los activos intangibles reconocidos en el Mercado de Valores de Buenos Aires, sin analizar la interacción entre dichos activos y las ganancias de la empresa. El estudio se realiza, para el período 2006-2010, sobre todas las empresas que cotizan en el panel de líderes de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires al momento de realización del estudio, lo que arroja un total de 18 empresas.

La evidencia obtenida indica la existencia de una relación significativa y positiva entre el precio de mercado y las dos variables contables fundamentales: el valor contable del patrimonio neto y el resultado del período. Al efectuar la descomposición del valor contable del patrimonio neto en los intangibles reconocidos y valor contable de los activos tangibles, confirman la relevancia valorativa de todos los elementos, es decir, del resultado, de los intangibles capitalizados y de los elementos tangibles, ya que todos presentan relaciones significativas y positivas con el valor de mercado de la empresa. De este modo, concluyen que los inversores, para el caso de las empresas líderes cotizantes en el mercado de capitales argentino, tienen en cuenta la variable “activos intangibles reconocidos” a la hora de fijar el precio de las acciones.

Choi, Kwon y Lobo (2000) también estudian la relación entre los activos intangibles reconocidos contablemente, considerados a nivel global, y el valor de mercado de las empresas, pero analizan, además, la relación entre este último valor y el cargo por depreciación correspondiente a dichos activos. El estudio se realiza sobre 219 empresas de Estados Unidos para el período 1978-1994.

La investigación está motivada por la normativa sobre contabilización de activos intangibles plasmada en el dictamen N° 17 del *Accounting Principles Board*, según el cual las empresas deben capitalizar el costo de los activos intangibles y amortizar ese costo durante un período que no debe ser superior a 40 años o a la vida económica del activo, lo que sea menor.

Estos requisitos contables han sido durante mucho tiempo objeto de controversia, por la falta de acuerdo en lo relativo a si el valor informado en el balance para los activos intangibles refleja el valor de sus beneficios económicos futuros y, relacionado a ello, si la amortización periódica registrada para dichos activos refleja la disminución de su valor económico.

Específicamente, examinan, por un lado, la relevancia valorativa del valor contable de los activos intangibles informados a través del balance y, por otro, la relevancia valorativa del cargo por depreciación relacionado a esos intangibles e informado en el estado de resultados. Además, analizan si el mercado valora a esos elementos de manera distinta respecto de otros elementos de los estados financieros.

Metodológicamente, utilizan regresiones de corte transversal y, adicionalmente, aplican una metodología de carteras. Las ecuaciones de regresión planteadas no están basadas en el marco de valoración de Ohlson (1995), sino en los modelos empleados en otras investigaciones previas sobre la temática, especialmente, en la de Jennings, Robinson, Thompson y Duvall (1996).

Los resultados obtenidos indican que el mercado valora positivamente a los activos intangibles reconocidos contablemente. No obstante, los autores obtienen evidencia de que la valoración de un dólar de activo intangible es inferior a la valoración del resto de los elementos informados a través del balance, lo que es consistente con los mayores niveles de incertidumbre que presentan los intangibles en cuanto a la generación de beneficios económicos futuros. Este resultado es contrario al obtenido por Iñiguez y López (2005) en el estudio antes comentado.

En lo que respecta al análisis de la valoración del cargo por depreciación de intangibles, los resultados indican que el mercado no valora dicho concepto de forma significativa, aunque sí valora positivamente al resto de los elementos del estado de resultados analizados, lo que también es consistente con la hipótesis de incertidumbre antes referida. En este sentido, los autores señalan que las evidencias obtenidas sugieren que el mercado no considera a los activos intangibles como activos sujetos a depreciación sistemática, o bien, que la depreciación registrada refleja la pérdida de valor con un error considerable.

Sobre la base de estos resultados, Choi et al. (2000) señalan que el estudio empírico realizado tiene importantes implicaciones para los organismos emisores de normas contables, en tanto, por un lado, apoya el reconocimiento de los intangibles como activos en los balances de las empresas, en lugar de su consideración como gastos del período y, por otro, da sustento a la idea de que no se requiere que sean amortizados periódicamente para reflejar su supuesta pérdida de valor.

La Tabla 1 sintetiza los aspectos fundamentales de los trabajos analizados en este apartado.

**Tabla 1 - Relevancia valorativa de activos intangibles a nivel global**

<b>Autores y año</b>	<b>Entorno contable y período estudiado</b>	<b>Principales resultados</b>
Ely y Waymire (1999)	Estados Unidos 1927	No encuentran evidencia de la existencia de una relación significativa entre intangibles capitalizados y precio de las acciones.
Choi et al. (2000)	Estados Unidos 1978-1994	El mercado valora positivamente los activos intangibles reconocidos pero no valora el cargo por depreciación de forma significativa.
Iñiguez y López (2005)	España 1991-1999	Encuentran evidencia de una relación significativa y positiva entre intangibles reconocidos y el precio de las acciones.
Priotto et al. (2011)	Argentina 2006-2010	Sus hallazgos aportan evidencia de una relación significativa y positiva entre intangibles reconocidos y el precio de las acciones.

Fuente: elaboración propia

### III. RELEVANCIA VALORATIVA DE ACTIVOS INTANGIBLES POR CATEGORÍAS

La línea que se ha ocupado de estudiar la relevancia valorativa de partidas específicas referidas a activos intangibles involucra una gran cantidad de trabajos de variada índole, aunque es posible identificar, dentro de ella, dos grandes grupos.

Así, por un lado, se encuentran aquellas investigaciones que solo han trabajado sobre alguna categoría en particular de activos intangibles, siendo la llave de negocio la que más se ha estudiado y la que ha motivado la realización de los estudios pioneros en relevancia valorativa de intangibles. En efecto, el estudio de Amir, Harris y Venuti (1993), que fue el primero en utilizar el término específico relevancia valorativa, examinó, además de otras medidas contables, la relevancia valorativa de este activo. Otra de las partidas que ha recibido mucha atención por parte de los investigadores es la referida a costos de I+D, cuya relevancia valorativa ha sido muy estudiada, tanto en entornos en los que la normativa contable ha permitido su capitalización como en aquellos donde se los ha contabilizado como gastos.

Un segundo grupo, en cambio, se ha enfocado en la totalidad de intangibles reconocidos por las empresas, pero examinando la relevancia valorativa cada una de las diferentes categorías involucradas, a los efectos de detectar si el mercado valora de manera diferenciada a distintos tipos de activos intangibles. En general, la mayor parte de estos estudios han clasificado a dichos activos usando las dos categorías fundamentales que los integran: llave de negocio y otros activos intangibles, incluyendo en esta última categoría a los activos intangibles identificables.<sup>3</sup>

### *III.1. Relevancia valorativa de partidas específicas: algunos trabajos sobre llave de negocio y costos de I+D*

Como se acaba de señalar, una parte importante de las investigaciones en relevancia valorativa de intangibles, fundamentalmente de las que pueden considerarse pioneras en la temática, han tratado aspectos relacionados con la llave de negocio, que es el mayor intangible reconocido en la mayoría de empresas y el que, por su propia naturaleza, impone las dificultades más importantes a la hora de definir su tratamiento contable.

Un estudio destacable en esta línea es el de Jennings et al. (1996), el cual es parcialmente replicado en el trabajo de Choi et al. (2000), ante-

---

3. Esta clasificación de los activos intangibles responde al criterio de identificabilidad (Belkaoui, 1992) y es aquella que los cuerpos normativos han considerado a la hora de regular su tratamiento contable. Este criterio, que se cumple si el activo puede ser separado de la entidad para tener la posibilidad de ser comercializado, o bien, surge de derechos contractuales o de otro tipo legal, es el que permite establecer la distinción entre activos inmateriales y llave de negocio.

riormente analizado. Se realiza también para empresas cotizantes de Estados Unidos y para el período 1982-1988. Específicamente, el trabajo se concentra en estudiar la relación del valor registrado en el balance para la llave de negocio adquirida y del importe de la depreciación que se imputa a resultados con el valor de mercado de las empresas.

El estudio se realiza con datos de estados financieros elaborados en base a una normativa contable de acuerdo a la cual la llave de negocio adquirida se contabiliza como un activo sujeto a depreciación sistemática por un período que no debe ser superior a 40 años, pero en un contexto de controversia con relación a si dicho tratamiento contable es realmente adecuado para reflejar el valor de este recurso intangible y su consumo a través del tiempo. En este marco, el trabajo apunta a proveer evidencia empírica que permita justificar esa alternativa de contabilización o, en su caso, fundamentar posiciones alternativas.

Desde el punto de vista metodológico, los autores plantean dos modelos de corte transversal que les permiten trabajar, por un lado, con los datos del balance y, por otro, con los del estado de resultados. Al igual que en el trabajo de Choi et al. (2000), las ecuaciones de regresión no están basadas en el marco de valoración de Ohlson (1995), sino en modelos empleados en investigaciones previas.

Los resultados obtenidos revelan una relación positiva muy significativa entre el valor de mercado de la empresa y el valor de la llave de negocio adquirida registrado en el balance, lo que indica que los inversores la valoran como un activo más de la firma. Pero encuentran evidencia de una asociación negativa entre el valor de mercado y la depreciación de dicho activo. La relación hallada es débil, lo que, de acuerdo a los autores, indica que la misma puede variar sustancialmente de una empresa a otra. Así, esa débil relación podría estar indicando que, para muchas empresas, este activo puede no estar perdiendo valor con el transcurso del tiempo o también que, para aquellas empresas en las que sí pierde valor, la depreciación calculada de acuerdo a la normativa contable no permite reflejar la real disminución de valor. Esta conclusión sugiere que la alternativa de permitir a las empresas capitalizar la llave de negocio adquirida, con revisión anual de dicho valor para determinar si debe ser reducido, tiene potencial, si se aplica adecuadamente, para posibilitar una mejor representación de los recursos y del desempeño de la empresa.

Resulta importante destacar que algunos trabajos previos, como el de Amir et al. (1993), el de Chauvin y Hirschey (1994) y el de McCarthy y Schneider (1995), realizados en el mismo entorno contable, también obtienen evidencias de una relación significativa y positiva entre la llave de negocio adquirida y el valor de mercado de las empresas, lo que es reconfirmado por Jennings et al. (1996).

En el contexto europeo, Giner y Pardo (2007) realizan una investigación que está en línea con la efectuada por Jennings et al. (1996). En este sentido, analizan la relevancia valorativa de la llave de negocio y de su depreciación con el fin de ofrecer argumentos acerca de lo adecuado de la política de no depreciación que plantean los marcos normativos del FASB y del IASB. El análisis se basa en el modelo de Ohlson (1995), utilizando tanto modelos de precios como de rentabilidades, y se realiza con información de empresas cotizantes no financieras de siete países de la Unión Europea, para el período 1997-2001. Los resultados proporcionan evidencias sobre la relevancia de la llave de negocio, así como sobre la no relevancia de su depreciación, para la formación de precios. Además, sugieren que la depreciación de la llave de negocio no es oportuna y, en general, que los cambios en la misma tampoco proporcionan información oportuna sobre los cambios de valor. De este modo, obtienen resultados que apoyan las normas aprobados por el FASB y el IASB en cuanto al tratamiento de este activo intangible.

Finalmente, merecen destacarse otros dos estudios que detectan algunas particularidades importantes con relación a la relevancia valorativa de la llave de negocio. Por un lado, el de Larrán, Monterrey y Mulero (2000), quienes confirman su relevancia valorativa para el mercado español, pero a la vez constatan que su poder explicativo sobre los precios está condicionado por ciertas características empresariales, como son: el nivel del resultado, el tamaño de la empresa, la magnitud de la diferencia entre su valor de mercado y su valor en libros y su importancia relativa en relación con el total del activo. Por otra parte, Bugeja y Gallery (2006), en el contexto australiano, encuentran evidencias de que la valoración de la llave de negocio varía de acuerdo a su antigüedad, comprobando que el valor de mercado de las empresas se encuentra positivamente asociado a la llave de negocio adquirida en el año de la evaluación de su relevancia y en los dos años previos a ella, y que no existe tal asociación si la llave de negocio tiene una antigüedad mayor a la mencionada.

El otro intangible sobre el cual se han concentrado muchos de los estudios pioneros realizados desde mediados de los noventa del siglo pasado es el vinculado a los costos de I+D, cuya relevancia valorativa ha sido estudiada, como se indicó, tanto en entornos en los que la normativa contable ha permitido su capitalización (Abbody y Lev, 1998; Abrahams y Sidhu, 1998) como en aquellos donde se los ha contabilizado como gastos (Sougiannis, 1994; Lev y Sougiannis, 1996).

En particular, Abbody y Lev (1998) estudian la relevancia para los inversores de la información sobre costos de desarrollo de software capitalizados, que regula la norma estadounidense SFAS 86, emitida en 1985 por el FASB, como única excepción de la imputación completa a resultados de las inversiones en I+D. Realizan el estudio para una muestra de 163 empresas estadounidenses dedicadas tanto a programación informática como a la venta de software pre-elaborado. El estudio se realiza en un contexto en el cual la industria del software, a través de la *Software Publishers Association* (SPA), solicitó al FASB, en marzo de 1996, la abolición de la norma antes referida, por lo que los autores tratan de aportar evidencia sobre la relevancia valorativa del intangible en cuestión en el marco de esta petición.

Encuentran evidencias respecto de que dicha información es relevante para los inversores, en tanto los costos de desarrollo capitalizados anualmente se asocian significativa y positivamente con los rendimientos de las acciones, y el activo registrado en el balance, que surge de esa capitalización, está asociado con los precios de las mismas. Además, las cifras de capitalización de software se asocian con las ganancias posteriores reportadas, no encontrándose evidencia de que la subjetividad que implica la capitalización o no de estos costos haga decrecer la calidad del beneficio, lo que muestra otra dimensión de relevancia para los inversores. Los resultados también revelan que los inversionistas infravaloran a las empresas que imputan como gastos todos sus costos de desarrollo de software. De esta forma, los resultados del estudio no apoyan las afirmaciones de la SPA sobre la irrelevancia de la capitalización de los referidos costos.

Abrahams y Sidhu (1998), en el entorno contable de Australia, analizan la relevancia valorativa de los costos de I+D capitalizados por las empresas cotizantes de ese país, que tienen discrecionalidad para efectuar tal capitalización de acuerdo a la norma AASB 1011 del *Australian Accounting*



*Standards Board*, emitida en 1987. Trabajan con información correspondiente al período 1994-1995, aplicando el modelo de valoración propuesto por Barth (1994) para estudiar la relevancia valorativa de las estimaciones de valores razonables de activos reveladas por los bancos en Estados Unidos. Obtienen resultados que muestran que las capitalizaciones de costos de I+D, realizadas por la gerencia de las empresas estudiadas, son relevantes para la valoración de las mismas en el mercado de capitales australiano.

Lev y Sougiannis (1996) realizan una investigación sobre empresas estadounidenses, para el período 1975-1991, con el objetivo de fundamental de abordar los problemas de confiabilidad, objetividad y relevancia valorativa de las inversiones en I+D. En ese marco, realizando previamente estimaciones de activos de I+D basadas en los gastos de I+D de cada una de las empresas de la muestra, encuentran una asociación significativa y positiva de esos activos tanto con los precios de las acciones como con sus retornos, lo que les permite concluir que la capitalización de gastos de I+D aporta información relevante para los inversores.

En la Tabla 2 se resumen los principales aspectos de los trabajos que han estudiado la relevancia valorativa de las partidas específicas analizadas en esta sección.

### *III.2. Relevancia valorativa de activos intangibles diferenciados en las dos categorías fundamentales: llave de negocio y otros activos intangibles*

En este apartado se incluyen una serie de trabajos que tienen como objetivo principal el estudio de la relevancia valorativa de los intangibles reconocidos contablemente, pero considerándolos por categorías, a los efectos de determinar si los distintos tipos de intangibles capitalizados son relevantes para la valoración de las empresas y, además, si existen categorías de activos intangibles que poseen mayor relevancia valorativa que otras. En general, estas investigaciones diferencian las dos categorías fundamentales de activos intangibles, distinguiendo entre llave de negocio y otros activos intangibles, aunque algunos, dentro de este último grupo, discriminan algunas subcategorías.

Muchos de estos trabajos han sido realizados en Australia, donde los estudios de relevancia valorativa de activos intangibles presentan par-

**Tabla 2: Relevancia valorativa de partidas específicas: llave de negocio y costos de I+D**

<b>Autores y año</b>	<b>Entorno contable y período estudiado</b>	<b>Principales resultados</b>
Jennings et al. (1996)	Estados Unidos 1982-1988	Obtienen evidencia de una relación significativa y positiva entre el valor de mercado de la empresa y el valor de la llave de negocio, pero encuentran una asociación negativa entre el valor de mercado y la depreciación de dicho activo.
Larrán et al. (2000)	España 1991-1997	Sus resultados apoyan la relevancia valorativa de la llave de negocio, pero a la vez constatan que su poder explicativo sobre los precios está condicionado por ciertas características específicas de las empresas.
Giner y Pardo (2007)	Unión Europea 1997-2001	Proporcionan evidencia sobre la relevancia de la llave de negocio, así como sobre la no relevancia de su depreciación, para la formación de precios.
Bugeja y Gallery (2006)	Australia 1995-1999	Encuentran evidencia de que la valoración de la llave de negocio varía de acuerdo a su antigüedad, de modo que la asociación entre dicho activo y el valor de mercado de la empresa se debilita a medida que se incrementa su antigüedad.
Abbody y Lev (1998)	Estados Unidos 1987-1995	Sus hallazgos aportan evidencia sobre la relevancia de la capitalización de los costos de desarrollo de software para los inversores, a la vez que revelan que los inversionistas infravaloran a las empresas que imputan dichos costos como gastos.
Abrahams y Sidhu (1998)	Australia 1994-1995	Obtienen resultados que muestran que las capitalizaciones de costos de I+D son relevantes para la valoración de las empresas en el mercado.
Lev y Sougiannis (1996)	Estados Unidos 1975-1991	Concluyen que la capitalización de los gastos de I+D aporta información relevante para los inversores.

Fuente: elaboración propia

ticularidades respecto de los realizados en otros países, en virtud de que la normativa contable australiana ha sido más flexible en lo que respecta al reconocimiento de los intangibles como activos. En efecto, y tal como señalan Dahmash, Durand y Watson (2009), hasta comienzos de 2005, cuando el *Australian Accounting Standards Board* introdujo la NIC 38<sup>4</sup>, la normativa contable australiana se caracterizó por ser relativamente restrictiva en lo relativo en el tratamiento contable de la llave de negocio y, en cambio, relativamente flexible en relación con los activos intangibles identificables. Así, a las empresas australianas se les permitía tanto reconocer como revaluar los activos intangibles identificables generados internamente, tales como patentes y marcas; algo no permitido en la mayoría de las otras jurisdicciones.

Este marco normativo australiano previo a la adopción de la NIC 38, mucho más flexible que el de otros países en lo atinente al reconocimiento de intangibles, proporciona, como indican Barth, Beaver y Landsman (2001), un entorno contable ideal para estudiar tanto la relevancia valorativa como la confiabilidad de la información sobre activos intangibles producida de acuerdo al mismo, habiendo dado lugar a una importante cantidad de trabajos. No obstante, el interés por el estudio de la relevancia valorativa de las dos categorías fundamentales de activos intangibles, claramente diferenciables, ha sido manifestado también en otros entornos contables, tanto en los períodos previos como en los posteriores a la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) del *International Accounting Standards Board* (IASB). Y esto se vincula con la continua controversia que rodea la contabilización de intangibles y con la importancia que poseen las investigaciones en relevancia valorativa para establecer si la información sobre intangibles, disponible en los estados financieros, proporciona información relevante para los inversores.

De este modo, teniendo en cuenta el papel clave que tiene la normativa sobre contabilización de intangibles para estas investigaciones, a los efectos de presentar los trabajos más importantes que se incluyen en este apartado, se los ha dividido diferenciando a aquellos que se han realizado en

---

4. La NIC 38 sobre *Activos intangibles* fue originalmente emitida por el *International Accounting Standards Committee* (IASC) en 1998, habiendo sido adoptada por el *International Accounting Standards Board* (IASB) en abril de 2001. El IASB la revisó en 2004 y la modificó en 2008 y en 2014. Otras normas internacionales de información financiera, entre 2011 y 2017, han realizado modificaciones de menor importancia en la NIC 38.

el entorno australiano, caracterizado hasta 2005 por una mayor libertad para el reconocimiento de intangibles, de los realizados en entornos contables más restrictivos.

### *III.2.1. Relevancia valorativa de distintas categorías de activos intangibles en un entorno contable de relativa discrecionalidad para su reconocimiento: el caso particular de Australia*

Un importante trabajo dentro de este grupo, es el realizado por Godfrey y Koh (2001), quienes estudian la relevancia valorativa de los activos intangibles reconocidos contablemente para una muestra de 172 empresas australianas que informaron activos intangibles en sus estados financieros correspondientes al año 1999. La particularidad de este estudio es que examina la relevancia valorativa de los intangibles reconocidos considerados tanto en forma global como por categorías específicas de intangibles. Las categorías consideradas son tres: llave de negocio, costos de I+D capitalizados y activos intangibles identificables, dentro de los cuales se incluyen nombres comerciales, patentes, propiedad intelectual, licencias y marcas registradas.

Para realizar el estudio utilizan dos regresiones lineales por medio de las cuales plantean al valor de mercado de la empresa como una función de los activos tangibles e intangibles y de las deudas. Esta especificación del modelo se basa en el empleado por Abrahams y Sidhu (1998) para analizar la relevancia valorativa de los costos de I+D capitalizados por las empresas australianas.

Las dos regresiones planteadas se diferencian en virtud de que, en la primera, se considera el total de los activos intangibles reconocidos y, en la segunda, se consideran, separadamente, las tres categorías antes mencionadas.

Los resultados de este estudio proporcionan evidencia que indica que los activos intangibles capitalizados, en su conjunto, proporcionan información que es relevante para la valoración de la empresa. La desagregación en categorías revela que no todos los tipos de activos intangibles capitalizados tienen relevancia valorativa. En particular, la llave de negocio y los activos intangibles identificables sí son percibidos por los inversores como relevantes. Además, al analizar el poder explicativo incremental de los distintos

elementos del balance, los resultados muestran que la llave de negocio y los activos intangibles identificables proporcionan información relevante incremental respecto de los costos de I+D capitalizados, los activos tangibles y el pasivo. Asimismo, la llave de negocio posee mayor relevancia valorativa que los activos intangibles identificables. Finalmente, los costos de I+D capitalizados no son relevantes para la valoración de las empresas australianas estudiadas, lo cual contradice los resultados del estudio de Abrahams y Sidhu (1998) para el mismo entorno contable.

Ritter y Wells (2006) examinan la relación entre los activos intangibles identificables, voluntariamente reconocidos por las empresas australianas, con el precio de mercado de sus acciones y con las ganancias futuras, con el objetivo de determinar si la discrecionalidad otorgada a la administración para reconocer estos activos resulta en la presentación de información relevante para la valoración de las firmas. El estudio se realiza sobre una muestra constituida por las 150 empresas de mayor capitalización bursátil cotizantes en la bolsa de valores australiana y para el período 1979-1997, en el cual se realizaron importantes desarrollos en las prácticas contables referidas a activos intangibles identificables, además de observarse una cantidad creciente de empresas reconociendo e informando voluntariamente sobre los mismos.

Para estudiar la relevancia valorativa de estos activos plantean una regresión lineal de las variables contables de interés sobre el precio de las acciones de la empresa. Aunque los autores no lo explicitan, la regresión planteada se basa en la versión modificada del modelo de Ohlson (1995), sin considerar a la variable “otra información”, en tanto el modelo parte de la consideración del beneficio y del valor contable del patrimonio neto como las dos variables explicativas fundamentales del valor de mercado de la empresa. Luego, de modo similar a lo que realizan Ely y Waymire (1999), descomponen al valor del patrimonio neto en tres elementos: activos tangibles netos, activos intangibles identificables y llave de negocio, para poder analizar, específicamente, la relevancia valorativa de dichos activos intangibles.

En este sentido, el estudio implica un avance respecto del de Godfrey y Koh (2001), en tanto en la especificación del modelo se considera al resultado contable, medido a través del beneficio operativo después de impuestos, el cual no es tenido en cuenta en el modelo aplicado por los autores referidos.

Dos cuestiones resultan destacables en lo que respecta a la operacionalización de las variables. Por un lado, que el precio considerado para las acciones es el correspondiente al final del tercer mes siguiente al cierre del ejercicio económico de las empresas y, por otro, que para las variables explicativas se toman valores “por acción”.

Los resultados obtenidos proporcionan evidencia de una relación significativa y positiva entre los precios de las acciones y los activos intangibles identificables voluntariamente reconocidos. Además, al analizar dicha relación por subgrupos de empresas, conformados teniendo en cuenta cuatro niveles distintos de resultados, obtienen evidencia de que los activos intangibles identificables y los resultados no son sustitutos y que la relevancia valorativa de los activos intangibles identificables va más allá del resultado contable obtenido. No obstante, es de destacar que la relevancia valorativa de la información divulgada sobre dichos activos es mayor para las empresas que reportan niveles extremos de ganancias.

Dahmash, Durand y Watson (2009) examinan la relevancia valorativa y la confiabilidad de la llave de negocio y de los activos intangibles identificables contabilizados, también, de acuerdo a la normativa contable australiana. El estudio se realiza para el período 1994-2003, en el cual, como se indicó más arriba, dicha normativa se caracterizó por ser relativamente restrictiva en el tratamiento contable de la llave de negocio y relativamente flexible en relación con los activos intangibles identificables. Los datos utilizados provienen de empresas cotizantes en la Bolsa de Valores de Australia.

Este trabajo se destaca por el hecho de que no solo evalúa la relevancia valorativa de la información sobre activos intangibles informada a través de los estados financieros, sino que también analiza la confiabilidad de la misma. Y, para poder evaluar estas dos cualidades de la información contable, los autores consideran que el modelo más apropiado es el de Feltham y Ohlson (1995), que toma los mismos supuestos que el modelo de Ohlson (1995) pero adaptándolos a la existencia de actividades operativas y financieras en las empresas.

No obstante, como los elementos de interés para el análisis son la llave de negocio y los activos intangibles identificables, que son componentes tanto de los activos operativos netos como del patrimonio neto, realizan una

adaptación del modelo original omitiendo como variable explicativa al valor contable del patrimonio neto y colocando, en su lugar, una expresión que desagrega al mismo en sus componentes, dentro de los cuales se incluyen los activos operativos netos. De esta forma, en el modelo aplicado -que se especifica como un modelo de regresión con datos de panel- el valor de mercado de la empresa queda expresado como una función de las siguientes variables: activos operativos netos menos total de activos intangibles, llave de negocio, activos intangibles identificables, activos financieros netos y ganancias anormales operativas.

Los resultados obtenidos a partir de la aplicación de dicho modelo, y considerando los datos de todas las firmas de la muestra, indican que la información presentada por la empresa australiana promedio, con respecto a los activos intangibles, posee relevancia valorativa, tanto la referida a la llave de negocio como a los activos intangibles identificables. No obstante, los resultados también evidencian que dicha información no es percibida como información confiable por parte del mercado, mostrando que la llave de negocio es percibida como infravalorada, es decir, contabilizada de manera conservadora, mientras que el mercado percibe sobrevalorados a los activos intangibles identificables.

Este resultado, que indica que un dólar de valor llave vale más que un dólar de activos intangibles identificables, es consistente, tal como indican los autores, con los hallazgos de Godfrey y Koh (2001), dando sustento, además, a la idea de que la normativa contable australiana, considerablemente flexible en el tratamiento de activos intangibles identificables, ha dado lugar a que las empresas valoren agresivamente (sobrevaloren) a dichos activos.

Finalmente, y para completar la presentación de los trabajos más destacados realizados en Australia, resulta importante hacer referencia a algunos trabajos que se han ocupado de estudiar el impacto de la adopción de las NIIF en la relevancia valorativa de los activos intangibles. Estas normas internacionales fueron aplicadas por primera vez, en ese país, para los ejercicios económicos cerrados a partir del 1 de enero de 2005, inclusive.

En esta línea, Chalmers, Clinch y Godfrey (2008) comparan la asociación entre los precios de las acciones y los activos intangibles medidos bajo NIIF con la asociación entre los precios de las acciones y los mismos

activos intangibles medidos bajo la normativa contable australiana, siendo dichos intangibles la llave de negocio y los activos intangibles identificables. A esos efectos, trabajan con la información de los estados financieros correspondientes al primer año de adopción de NIIF y con la del año anterior, en el cual dicha información fue elaborada en base a la normativa contable australiana. La investigación se realiza sobre una muestra de 599 empresas cotizantes en la Bolsa de Valores de Australia en el año 2006 que informaron, a través de sus estados financieros, los intangibles sometidos a estudio.

El modelo aplicado es similar al usado por Ritter y Wells (2006), en tanto plantean una regresión de las variables contables de interés sobre el precio de las acciones de la empresa, la cual se basa en la versión modificada del modelo de Ohlson (1995), sin considerar a la variable “otra información”. De esta forma, plantean una ecuación lineal en la cual el valor de mercado de la empresa es función del resultado neto y del valor contable del patrimonio neto, pero este último se presenta desagregado en tres componentes: activos tangibles netos, activos intangibles identificables y llave de negocio, lo que permite incorporar al modelo las variables de interés para el estudio.

Todas las variables explicativas se utilizan medidas de acuerdo a los dos marcos normativos considerados, es decir, el modelo incluye, para cada una de esas variables, su valor según NIIF y según las normas contables australianas, habida cuenta de que, al trabajar con el primer año de adopción de NIIF -en el cual se presenta información comparativa con la del ejercicio anterior-, disponen de ambas medidas para el mismo ejercicio económico.

Los resultados obtenidos muestran que la información sobre activos intangibles elaborada bajo NIIF proporciona información incremental (respecto de la producida en base a las normas contables australianas) relevante para la valoración de la empresa, solo en lo que respecta a la llave de negocio. En cambio, encuentran evidencia de que bajo la normativa contable australiana se produce información incremental para los inversores en relación con los activos intangibles identificables, considerados a nivel agregado, pero no en relación con la llave de negocio. Así pues, la información sobre activos intangibles identificables producida bajo NIIF parece haber perdido relevancia valorativa en el mercado de capitales australiano, aunque parece haber ocurrido lo contrario con la información sobre la llave de negocio.



No obstante, los autores reconocen la necesidad de profundizar el estudio de los cambios en la relevancia valorativa de los activos intangibles derivada de la adopción de NIIF, a través de un análisis longitudinal que involucre una mayor cantidad de años con estados financieros pre-NIIF y post-NIIF.

De este modo, realizan otro estudio sobre empresas australianas, pero para un amplio período, como es el comprendido entre 1993 y 2007. A través de esta investigación Chalmers, Clinch, Godfrey y Wei (2012) obtienen resultados que muestran que la información cuantitativa sobre activos intangibles, revelada por aplicación de las NIIF, es más útil que la producida bajo la normativa contable australiana previa. En línea con el trabajo anterior, atribuyen estos resultados a la información referida a la llave de negocio, la cual, bajo NIIF, se mide sobre la base de la prueba de deterioro del valor, que permite generar información más relevante de la que surge por aplicación de la depreciación sistemática prevista por la normativa contable local.

### *III.2.2. Relevancia valorativa de distintas categorías de activos intangibles en entornos contables restrictivos con relación a su reconocimiento*

En el entorno europeo, Oliveira, Rodrigues y Craig (2010) estudian la relevancia valorativa de los activos intangibles reconocidos en los estados financieros de las empresas cotizantes en Bolsa de Valores de Portugal. Analizan, también, si la obligatoriedad de aplicación de las NIIF para las empresas cotizantes de la Unión Europea, a partir de 2005, afectó la relevancia valorativa de dichos activos y de las variables contables fundamentales: patrimonio neto y resultado. El estudio se realiza para el período 1998-2008 sobre una muestra en la que se excluyen las empresas del sector financiero y de seguros debido a la diferente normativa contable que éstas aplican.

El estudio resulta importante, pues está realizado, a diferencia de la mayoría de las demás investigaciones sobre la temática, sobre un mercado de capitales poco desarrollado, en el que, tal como señalan los autores, los gerentes de las empresas generalmente no consideran al mismo como una fuente primaria de financiamiento. Además, se destaca el hecho de que el número de empresas cotizantes ha ido disminuyendo en el período de estudio, pasando de 76 en 1998 a 56 en 2008.

Metodológicamente, para estudiar la relevancia valorativa de los activos intangibles reconocidos, plantean tres modelos. Los dos primeros son similares a los que emplean Ely y Waymire (1999), en tanto plantean un primer modelo en base a la versión modificada de Ohlson (1995) -sin considerar a la variable “otra información”- para examinar la asociación entre el precio de las acciones y las magnitudes contables fundamentales: patrimonio neto y ganancias. Luego, para analizar el impacto en el precio de las variables de interés, es decir, de aquellas referidas a los activos intangibles, descomponen el valor contable del patrimonio neto en tres elementos: activos intangibles identificables, valor llave y valor contable del patrimonio neto menos el valor de todos los activos intangibles reconocidos (incluida la llave de negocio).

Finalmente, evalúan la relevancia valorativa de diferentes tipos de activos intangibles identificables, para lo cual plantean un tercer modelo que resulta de descomponer, en el modelo anterior, el valor de los activos intangibles identificables en tres subcategorías: propiedad intelectual y otros derechos, inversiones en I+D y otros activos intangibles.

En lo que respecta al segundo objetivo que se plantean los autores, relativo al análisis del impacto de la adopción de NIIF en la relevancia valorativa de la información contable, adaptan los tres modelos anteriores incorporando una variable dummy que denominan “sistema contable” y que asume valor cero si el sistema contable está caracterizado por la normativa contable portuguesa y valor uno si se corresponde con las NIIF.

En todos los modelos, los valores referidos a precios de acciones o a variables contables están expresados “por acción”, asumiendo, de este modo, al número de acciones como un deflactor apropiado para mitigar los problemas de escala. Los precios de las acciones son tomados tres meses después del cierre del ejercicio, para contemplar el tiempo necesario para que la información contenida en los estados financieros se refleje en los precios. Además, los modelos se plantean bajo la forma de modelos de regresión con datos de panel, utilizando un modelo de efectos fijos.

Los resultados obtenidos muestran que las ganancias netas, la llave de negocio y otros activos intangibles están significativa y positivamente asociados al precio de las acciones. De este modo, los activos intangibles identificables, considerados como un todo, son relevantes para la valoración

de las empresas portuguesas. Sin embargo, los importes registrados para la propiedad intelectual y para las inversiones en I+D no poseen relevancia valorativa durante el período de análisis.

La adopción de NIIF parece no haber tenido efecto sobre la relevancia valorativa del patrimonio neto, pero sí ha generado una disminución en la relevancia valorativa de las ganancias. Para los activos intangibles identificables, considerados en conjunto, el cambio a NIIF no tuvo impacto en su relevancia valorativa. Sin embargo, la evidencia muestra un efecto positivo de dicho cambio en la relevancia valorativa de la llave de negocio. Al realizar el análisis por subcategorías de activos intangibles identificables, los resultados indican que la adopción de NIIF tuvo un efecto positivo en la relevancia valorativa de la llave de negocio, de los otros activos intangibles y de las inversiones en I+D. La adopción de NIIF, en cambio, no ha tenido ningún efecto sobre la relevancia valorativa de la propiedad intelectual reconocida contablemente.

Kimouche y Rouabhi (2016a y b) realizan dos investigaciones, en el entorno europeo, para estudiar la relevancia valorativa de los activos intangibles reconocidos en los estados financieros, analizando también si estos activos influyen en la relevancia valorativa de la información contable. En Kimouche y Rouabhi (2016a) trabajan sobre una muestra de empresas cotizantes francesas para el período 2005-2013. En Kimouche y Rouabhi (2016b) trabajan sobre una muestra de empresas cotizantes del Reino Unido, para el mismo período. En ambos estudios se excluyen de la muestra a las empresas pertenecientes al sector financiero.

Es de destacar que el período de estudio seleccionado se inicia en el año 2005, que es el año a partir del cual las empresas cotizantes de la Unión Europea tienen obligación de aplicar las NIIF. Además, tal como lo remarcan los autores, tanto las empresas francesas como las británicas son consideradas pioneras en desarrollo y gestión de intangibles, por lo que se trata de empresas caracterizadas por un uso intensivo de este tipo de recursos.

En ambos estudios los autores se plantean los mismos objetivos, aplicando la misma metodología para alcanzarlos. Específicamente, parten de Ohlson (1995) para desarrollar tres modelos de regresión lineal múltiple que les permiten estudiar las tres cuestiones siguientes: la relevancia valorativa

de las variables contables fundamentales (patrimonio neto y resultado) antes de intangibles, la relevancia valorativa de los activos intangibles y la relevancia valorativa de ambos, es decir, de las medidas contables básicas y de los elementos intangibles contenidos en los estados financieros. Luego, a través de los coeficientes de determinación que surgen de los modelos anteriores analizan la relevancia valorativa incremental de los elementos intangibles.

En el primer modelo expresan al valor de mercado de la empresa como una función de tres variables, a saber: el valor contable del patrimonio neto menos los activos intangibles, las ganancias más las depreciaciones y las pérdidas por desvalorización de dichos activos y una medida de los flujos de efectivo. Las dos primeras variables representan, respectivamente, el valor que tendría el patrimonio neto si ningún activo intangible hubiera sido reconocido y el importe que tendrían las ganancias si no se hubieran depreciado ni reflejado su pérdida de valor en los estados financieros.

En el segundo modelo el valor de mercado de la empresa se expresa como una función de las siguientes tres variables: importe neto de la llave de negocio adquirida en combinaciones de negocios, importe neto de los demás activos intangibles reconocidos y depreciación más pérdidas por desvalorización de los elementos intangibles anteriormente mencionados.

Finalmente, en el tercer modelo se emplean las seis variables explicativas antes mencionadas, pero utilizando, para el valor contable del patrimonio neto y para las ganancias, las medidas contables tradicionales, en lugar de los valores antes de intangibles empleados en el primer modelo.

En todos los casos, el valor de mercado de la empresa se mide a través del precio de las acciones cuatro meses después del cierre del ejercicio económico y, para las variables independientes, se toman valores “por acción”.

Respecto del mercado de capitales francés, los resultados indican que tanto la llave de negocio como los demás activos intangibles son relevantes para la valoración de las empresas en dicho mercado. Sin embargo, la depreciación y las pérdidas por desvalorización de los intangibles se asocian negativamente con dichos valores. Respecto de las medidas contables tradicionales, los resultados muestran que tanto el valor contable del patrimonio neto como las ganancias influyen positivamente en los valores de mercado,

aunque el patrimonio neto tiene mayor relevancia valorativa que las ganancias. Los flujos de efectivo, en cambio, no tienen un efecto significativo sobre los valores de mercado. Al evaluar conjuntamente la relevancia valorativa de las medidas contables tradicionales y de los activos intangibles, los resultados muestran que, en conjunto, todos esos elementos tienen mayor relevancia valorativa que las medidas contables tradicionales consideradas separadamente, lo que permite concluir que los intangibles han mejorado la relevancia valorativa de la información contable.

Para el Reino Unido se obtiene evidencia de que la llave de negocio presenta una relación negativa con los valores de mercado de las empresas, a diferencia de los demás activos intangibles y de la depreciación más las pérdidas por desvalorización, que afectan positivamente a dichos valores. Los resultados muestran también que el valor contable del patrimonio neto y las ganancias poseen relevancia valorativa. Los flujos de efectivo, en cambio, no tienen efecto significativo sobre los valores de mercado de las empresas del Reino Unido. Finalmente, y al igual que para el caso del mercado de capitales francés, los intangibles poseen relevancia valorativa incremental, es decir, mejoran la relevancia valorativa de la información contable.

En el entorno contable latinoamericano, Da Silva, Rodrigues y Klann (2017) estudian la relevancia valorativa de los activos intangibles de empresas cotizantes en la Bolsa de Valores de San Pablo (Brasil). Trabajan sobre una muestra de 164 empresas en el período 2010-2013, pero recolectando información trimestral. Para dar cumplimiento al objetivo del trabajo, y contrastar las hipótesis formuladas, aplican tres modelos de regresión con datos de panel, construidos sobre la base de otros empleados en estudios previos (entre ellos, el de Ball y Brown (1968) y el de Oliveira et al., (2010)).

En el primer modelo expresan al valor de mercado de la empresa como una función de las dos variables contables básicas: patrimonio neto y resultado. En el segundo modelo incorporan como tercera variable independiente a los activos intangibles identificables, por lo que ajustan el valor contable del patrimonio neto, deduciéndole el importe de dichos activos y el de la llave de negocio, y el del resultado, restándole las pérdidas por desvalorización y las depreciaciones de los activos intangibles. El tercer modelo se plantea sobre la base del anterior pero, en lugar de usar a los activos intangibles identificables como variable independiente, utilizan a la llave de negocio.

Es de destacar que los tres modelos se plantean bajo dos alternativas, que surgen de considerar el precio de las acciones de las empresas en dos momentos de tiempo diferentes: al día del cierre del primer y del segundo trimestre siguiente a la presentación de la información contable. Para las variables independientes se toman valores “por acción”.

Los resultados obtenidos muestran que los activos intangibles identificables y la llave de negocio tienen una influencia positiva en los precios de las acciones, tanto tres meses después de la publicación de la información contable trimestral, como seis meses después de su revelación. Lo mismo ocurre con el resultado contable. No obstante, con relación al patrimonio neto, obtienen hallazgos que muestran que esta cifra pierde poder explicativo con el transcurso del tiempo, en tanto comprueban que solo es relevante para la valoración de las empresas tres meses después de la publicación de la información contable.

Infante y Ferrer (2017) analizan la relevancia valorativa de los activos intangibles de 30 empresas cotizantes en el mercado de capitales de Filipinas, para el período 2012-2016. Este estudio se enmarca dentro de un objetivo más general, que es el de analizar si la información sobre activos intangibles aumenta la relevancia valorativa de la información contable.

Para ello plantean tres modelos de regresión con datos de panel. En el primero plantean una regresión del valor de mercado de la empresa sobre las dos variables contables fundamentales (patrimonio neto y beneficios) y una medida de los flujos de efectivo. En el segundo modelo, las variables independientes son las siguientes: la llave de negocio, los activos intangibles identificables y un conjunto de cargos y gastos relacionados a los intangibles, dentro de los que incluyen los gastos en I+D y las depreciaciones y pérdidas por desvalorización de dichos activos. El tercer modelo es una regresión del valor de mercado de la empresa sobre las seis variables independientes antes referidas.

En todos los modelos, el valor de mercado de la empresa se mide a través del precio de las acciones al cierre del ejercicio económico y, para las variables independientes, se consideran valores “por acción”. Los resultados de la estimación del tercer modelo revelan que solo el patrimonio neto y los beneficios son relevantes para la formación de precios. De este

modo, ninguna de las dos categorías de activos intangibles analizadas tiene relevancia valorativa, cuando la misma es examinada, conjuntamente, con la de las variables contables básicas. La comparación de estos resultados con los surgidos de la estimación del primer modelo, les permiten concluir que la incorporación de las variables referidas a intangibles hace aumentar la relevancia valorativa de la información contable.

En la Tabla 3 se presenta una síntesis de los aspectos fundamentales de los trabajos que han estudiado la relevancia valorativa de las dos categorías fundamentales de activos intangibles.

#### 4. CONCLUSIONES

La investigación en torno a relevancia de los activos intangibles para la valoración de las empresas a nivel de los mercados de valores viene desarrollándose, desde hace varias décadas, con un sostenido interés, el cual encuentra su plena justificación en el marco del modelo contable actual, donde aún persisten las controversias con relación al tratamiento contable de estos importantes activos de las organizaciones empresariales.

En este marco se ha realizado la presente investigación, la cual ha tenido como propósito revisar y analizar la literatura empírica más significativa que, en distintos entornos contables, se ha ocupado de examinar su relevancia valorativa.

La revisión realizada revela la existencia de una asociación significativa y positiva entre la cifra global correspondiente a los activos intangibles y el valor de mercado de los títulos. No obstante, en lo que respecta a las distintas categorías de activos intangibles, las evidencias son sólidas en lo atinente a la relevancia valorativa de los activos intangibles identificables, pero no resultan del todo concluyentes con relación a la llave de negocio.

Estos resultados muestran que, a pesar de los problemas que plantea el reconocimiento y medición de los activos intangibles identificables, los inversores los perciben como activos legítimos, considerando que proporcionan información sobre los futuros beneficios de las empresas y que contribuyen a los mismos. En cambio, en lo que respecta a la llave de negocio, los resultados mixtos que aporta la evidencia empírica se pueden entender

**Tabla 3: Relevancia valorativa de las dos categorías fundamentales de activos intangibles: llave de negocio y otros activos intangibles identificables**

<b>Autores y año</b>	<b>Entorno contable y período estudiado</b>	<b>Principales resultados</b>
Godfrey y Koh (2001)	Australia 1999	Los activos intangibles, en conjunto, poseen relevancia valorativa, al igual que la llave de negocio y los activos intangibles identificables. Sin embargo, los costos de I+D no son relevantes para la valoración de las empresas.
Ritter y Wells (2006)	Australia 1979-1997	Obtienen evidencia de una relación significativa y positiva entre precios y activos intangibles identificables voluntariamente reconocidos, aunque la relevancia valorativa de dichos activos es mayor para las empresas con niveles “extremos” de ganancias.
Chalmers et al. (2008)	Australia 2005-2006	La información sobre activos intangibles producida bajo NIIF ha perdido relevancia valorativa en relación con los activos intangibles identificables, pero ha ocurrido lo contrario con la información sobre llave de negocio.
Dahmash, et al. (2009)	Australia 1994-2003	Para la empresa australiana “promedio”, la información sobre llave de negocio y activos intangibles identificables posee relevancia valorativa, pero dicha información no es percibida como información confiable: la llave de negocio se percibe infravalorada y los activos intangibles identificables sobrevalorados.
Oliveira et al. (2010)	Portugal 1998-2008	Encuentran evidencia de una relación significativa y positiva entre precios y llave de negocio y otros activos intangibles identificables. La propiedad intelectual y las inversiones en I+D no poseen relevancia valorativa. La adopción de las NIIF no tuvo impacto en la relevancia valorativa de los activos intangibles identificables, aunque tuvo un efecto positivo en la relevancia valorativa de la llave de negocio.
Chalmers et al. (2012)	Australia 1993-2007	Obtienen resultados que muestran que la información referida a activos intangibles, revelada por aplicación de las NIIF, es más útil que la producida bajo la normativa contable australiana previa, lo que atribuyen a los criterios de medición que establecen las NIIF para la llave de negocio, que permiten producir información más relevante y útil para los inversores.



**Tabla 3: Relevancia valorativa de las dos categorías fundamentales de activos intangibles: llave de negocio y otros activos intangibles identificables (continuación)**

<b>Autores y año</b>	<b>Entorno contable y período estudiado</b>	<b>Principales resultados</b>
Kimouche y Rouabhi (2016a)	Francia 2005-2013	La llave de negocio y los otros activos intangibles poseen relevancia valorativa, pero no ocurre lo mismo con la depreciación y las pérdidas por desvalorización de dichos activos.
Kimouche y Rouabhi (2016b)	Reino Unido 2005-2013	Los otros activos intangibles, así como su depreciación más las pérdidas por desvalorización, poseen relevancia valorativa. Sin embargo, la llave de negocio presenta una relación negativa con los valores de mercado.
Da Silva et al. (2017)	Brasil 2010-2013	Los activos intangibles identificables y la llave de negocio poseen relevancia valorativa, al igual que el resultado contable. Dichas partidas no pierden poder explicativo con el transcurso del tiempo, lo que sí ocurre con el patrimonio neto.
Infante y Ferrer (2017)	Filipinas 2012-2016	Los activos intangibles identificables y la llave de negocio no poseen relevancia valorativa, cuando se la analiza conjuntamente con la de las variables contables básicas. No obstante, los activos intangibles incrementan la relevancia valorativa de la información contable.

Fuente: elaboración propia

si se tiene en cuenta la particular naturaleza de este activo, que no resulta directamente observable después de su adquisición y cuyo valor queda sujeto a variaciones producidas por circunstancias operacionales y económicas, decisiones estratégicas y muchos otros factores que dan lugar a que, en cualquier otro momento posterior al de su adquisición, el importe informado en los estados financieros, para la llave de negocio, no sea necesariamente representativo de su valor. Por ello, es entendible que los inversores no tengan interés en esta partida para la valoración de las empresas y que, por tanto, no la perciban como una magnitud asociada a los beneficios económicos futuros de la empresa adquirente.

Esta situación refleja la necesidad de continuar estudiando el impacto de la información sobre activos intangibles en los valores de las empresas

en el mercado, en pos de incrementar la evidencia empírica que puede ser usada como insumo, por parte de los organismos emisores de normas contables, para producir mejoras en el tratamiento contable actual de los activos intangibles y lograr, así, incrementar la utilidad de los estados financieros.

Se advierte, también, que la mayor parte de los estudios se han realizado sobre mercados de capitales con un importante grado de desarrollo, lo que pone de relieve la necesidad de acrecentar la evidencia empírica para mercados menos evolucionados y, principalmente, sobre aquellos del contexto latinoamericano, donde la evidencia existente es más limitada.

De este modo, el estudio de la relevancia valorativa de los activos intangibles tiene plena vigencia e importantes posibilidades de desarrollo a través de futuras investigaciones, siendo, tal como lo han destacado Barth, Li y McClure (2017), una línea en expansión a nivel mundial, con una importante cantidad de aspectos que aún no han sido explorados.

## 5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aboody, D. y Lev, B. (1998). "The value relevance of intangibles: The case of software capitalization". *Journal of Accounting Research*, 36, 161-191.
- Abrahams, T. y Sidhu, B. (1998). "The role of R&D capitalisations in firm valuation and performance measurement". *Australian Journal of Management*, 23(2), 169-183.
- American Accounting Association (1966). *A Statement of Basic Accounting Theory*. Sarasota, USA: AAA.
- Amir, A., Harris, T. y Venuti, E. (1993). "A comparison of the value-relevance of US versus non-US GAAP accounting measures using 20-F reconciliations". *Journal of Accounting Research*, 31, 230-264.
- Ball, R. y Brown, P. (1968). "An empirical evaluation of accounting income numbers". *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Barth, M. (1994). "Fair value accounting: Evidence from investment securities and the market valuation of banks". *The Accounting Review*, 69(1), 1-25.

- Barth, M., Beaver, W. y Landsman, W. (2000). "The relevance of the value relevance research". Working Paper, Stanford University, USA.
- Barth, M., Beaver, W. y Landsman, W. (2001). "The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view". *Journal of Accounting and Economics*, 31, 77-104.
- Barth, M., Li, K. y McClure, C. (2017). "Evolution in value relevance of accounting information". Trabajo presentado en el 40th European Accounting Association Annual Congress, Valencia, España.
- Beaver, W. (1968). "The information content of the annual earnings announcements". *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
- Beaver, W. (1981). *Financial reporting: An accounting revolution*. New Jersey: Prentice Hall.
- Beisland, L. A. (2009). "A review of the value relevance literature". *The Open Business Journal*, 2(1), 7-27.
- Belkaoui, A. (1992). *Accounting Theory*. London: Academic Press.
- Bugeja, M. y Gallery, N. (2006). "Is older goodwill value relevant?" *Accounting & Finance*, 46(4), 519-535.
- Chalmers, K., Clinch, G. y Godfrey, J. (2008). "Adoption of international financial reporting standards: Impact on the value relevance of intangible assets". *Australian Accounting Review*, 18(3), 237-247.
- Chalmers, K., Clinch, G., Godfrey, J. y Wei Z. (2012). "Intangible assets, IFRS and analysts' earnings forecasts". *Accounting & Finance*, 52(3), 691-721.
- Chauvin K. y Hirschey, M. (1994). "Goodwill, profitability, and the market value of the firm". *Journal of Accounting and Public Policy*, 13(2), 15-180.
- Choi, W., Kwon, S. y Lobo, G. (2000). "Market valuation of intangible assets". *Journal of Business Research*, 49(1), 35-45.
- Da Silva, A., Rodrigues, T. y Klann, R. (2017). "A influência dos ativos intangíveis na relevância da informação contábil". *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14(31), 26-45.
- Dahmash, F., Durand, R. y Watson, J. (2009). "The value relevance and reliability of reported goodwill and identifiable intangible assets". *The British Accounting Review*, 41(2), 120-137.

- Ely, K. y Waymire, G. (1999). "Accounting standard-setting organizations and earnings relevance: Longitudinal evidence from NYSE common stocks, 1927-93". *Journal of Accounting Research*, 37(2), 293-317.
- Feltham, G. y Ohlson, J. (1995). "Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities". *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 689-731.
- Giner, B. y Pardo, F. (2007). "La relevancia del fondo de comercio y su amortización en el mercado de capitales: Una perspectiva europea". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 134(36), 389-415.
- Godfrey, J. y Koh, P. (2001). "The relevance to firm valuation of capitalising intangible assets in total and by category". *Australian Accounting Review*, 11(24), 39-48.
- Hendriksen, E. (1974). *Teoría de la Contabilidad*. México: Uthea.
- Hendriksen, E. (1982). *Accounting Theory*. Burr Ridge, USA: Irwin.
- Infante, R. y Ferrer, R. (2017). "The impact of intangibles on the value relevance of accounting information: An empirical examination of listed companies in the Philippines from 2012 to 2016". Proceedings of the Institute for Global Business Research Conference, Las Vegas, USA.
- International Accounting Standards Board (2017). Norma Internacional de Contabilidad N° 38: Activos intangibles. London: IASB.
- Iñiguez, R. y López, G. (2005). "Valoración de los activos intangibles en el mercado de capitales español". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 34(125), 459-499.
- Jennings, R., Robinson, J., Thompson, R. y Duvall, L. (1996). "The relation between accounting goodwill numbers and equity values". *Journal of Business Finance and Accounting*, 23(4), 513-533.
- Kimouche, B. y Rouabhi, A. (2016a). "The impact of intangibles on the value relevance of accounting information: Evidence from French companies". *Intangible Capital*, 12(2), 506-529.
- Kimouche, B. y Rouabhi, A. (2016b). "Intangibles and value relevance of accounting information: Evidence from UK companies". *Jordan Journal of Business Administration*, 12(2), 437-458.

- Larrán, M., Monterrey, J. y Mulero, E. (2000). "Una evaluación empírica del fondo de comercio". *Revista de Contabilidad*, 3(5), 101-126.
- Lev, B. y Sougiannis, T. (1996). "The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D". *Journal of Accounting and Economics*, 21(1), 107-138.
- Lev, B. y Thiagarajan, S. (1993). "Fundamental information analysis". *Journal of Accounting Research*, 31(2), 190-215.
- McCarthy, M. y Schneider, D. (1995). "Market perception of goodwill: Some empirical evidence". *Accounting and Business Research*, 26(1), 69-81.
- Ohlson, J. (1995). "Earnings, book values and dividends in equity valuation". *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687.
- Oliveira, L., Rodrigues, L. y Craig, R. (2010). "Intangible assets and value relevance: Evidence from the Portuguese stock exchange". *The British Accounting Review*, 42(4), 241-252.
- Ou, J. y Penman, S. (1989a). "Financial statement analysis and the prediction of stock returns". *Journal of Accounting and Economics*, 11(4), 295-329.
- Ou, J. y Penman, S. (1989b). "Accounting measurement, price-earnings ratios, and the information content of security prices". *Journal of Accounting Research*, 27, 111-144.
- Priotto, H., Quadro, M., Veteri, L. y Werbin, E. (2011). "Los activos intangibles: Una prueba empírica en empresas argentinas". Trabajo presentado en el XVI Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática, México.
- Ritter, A. y Wells, P. (2006). "Identifiable intangible asset disclosures, stock prices and future earnings". *Accounting & Finance*, 46(5), 843-863.
- Sougiannis, T. (1994). "The accounting based valuation of corporate R&D". *The Accounting Review*, 69(1), 44-68.
- Stickney, C. y Weil, R. (1994). *Financial Accounting*. Forth Worth, USA: The Dryden Press.
- Tua, J. (1995). *Lecturas en Teoría e Investigación Contable*. Bogotá: Ed. Centro Interamericano Jurídico Financiero.